



Le contenu informatif additionnel des accruals discrétionnaires : Cas des firmes Françaises et Tunisiennes

Jean-Michel SAHUT

Professeur, Groupe Sup de Co La Rochelle
Cerege - Université de Poitiers

Kamel TOUHAMI

Doctorant, Groupe Sup de Co La Rochelle,
Cerege - Université de Poitiers

Résumé

En se basant sur la méthodologie des études d'association entre les composantes du résultat comptable (le cash flow d'exploitation, l'accrual total, l'accrual discrétionnaire et le résultat non discrétionnaire) et le rendement boursier, nous avons mené une comparaison internationale des propriétés statistiques des accruals discrétionnaires. L'objectif est de comparer les pratiques de la gestion des résultats dans des contextes différents, deux pays ayant des normes comptables différentes ; un pays développé la France et un pays en voie de développement la Tunisie. Pour cela nos estimations ont été faites sur des données de Panel en tenant compte à la fois du vecteur temps et du vecteur espace (les individus). Il apparaît que les accruals discrétionnaires des firmes françaises et tunisiennes ont un contenu informationnel additionnel par rapport au résultat non discrétionnaire et ce contenu informationnel s'intègre dans le cadre de la perspective informative.

Mots clés

Étude d'association – accruals discrétionnaires – contenu informationnel additionnel – comparaison internationale – perspective informative.

Le contenu informatif additionnel des accruals discrétionnaires :

Cas des firmes Françaises et Tunisiennes

1. INTRODUCTION

La problématique de l'utilité de l'information comptable pour les marchés financiers a attiré l'attention de plusieurs chercheurs en comptabilité. En effet, la première évidence solide en la matière a été fournie par Ball et Brown (1968). Ces pionniers de la relation cours-bénéfices utilisaient une approche consistant à confondre l'utilité du résultat comptable avec l'utilisation effective qu'en font les investisseurs. Cette assimilation de l'utilité au contenu informationnel est appelée la perspective informationnelle du « reporting » financier, et domine la théorie de la comptabilité financière et les recherches depuis 1968. Toutes ces recherches tiennent leur légitimité de l'affirmation des systèmes comptables que les données comptables sont destinées à répondre aux besoins des investisseurs en leur fournissant des informations pertinentes.

Parmi ces données comptables, le résultat est probablement la variable la plus attentivement étudiée par les investisseurs. Comme l'a mentionné Beaver (1989), « Aucun autre chiffre dans les états financiers ne reçoit plus l'attention par la communauté des investisseurs que le bénéfice par action ». Cette relation entre les résultats comptables et les cours boursiers est probablement la plus importante relation dans l'analyse boursière, et son importance est reflétée dans l'attention donnée au ratio cours-bénéfice.

Le résultat comptable correspond à la somme de deux éléments selon qu'ils correspondent à des flux financiers ou à des « accruals » qui caractérisent la comptabilité d'engagement. En effet, si ces accruals permettent d'atténuer le problème de rattachement des charges aux produits, ce qui renforce par conséquent l'utilité de l'information basée sur les bénéfices comptables par rapport à celle de cash-flows d'exploitation, ils renferment cependant une composante sujette à une gestion de la part de l'équipe dirigeante appelée accruals discrétionnaires. Ces ajustements peuvent être réalisés à l'aide de procédés de différentes natures qualifiés parfois naturels [Eckel (1981), Degeorge et Zeckhauser (1993)] et dans la plupart des cas intentionnels [Healy (1985), Watts et Zimmerman (1986)...]. Tenir compte de cette composante discrétionnaire dans la relation entre le rendement boursier d'une entreprise et son résultat comptable est une question assez récente qui demeure actuellement controversée. En effet, les recherches antérieures qui ont étudié l'effet de la gestion de résultat

sur l'association cours-bénéfice, ont abouti à des résultats divergents. Ceux-ci peuvent être expliqués par le caractère dual de la gestion des résultats découlant des motivations opportunistes [Healy et Whalen (1999), Lobo et Zhou (2001)...] ou informationnelles [Levasseur (1982), Subramanyam (1996), Janin (2000), Balsam et al (2002)...] ayant poussé les dirigeants à manipuler le bénéfice comptable. L'intérêt de gérer les résultats par les dirigeants reste toutefois lié au comportement des investisseurs. Ces derniers peuvent être non conscients de cette gestion de résultat et être induits en erreur par les manipulations comptables. Mais, ils peuvent être aussi avertis et prendre alors cette composante en considération lors de leur prise de décision. Cela nous a amené à se poser les questions suivantes : Est-ce que la gestion des résultats est valorisée par les investisseurs ? Y a-t-il un intérêt à gérer les résultats ? Si les investisseurs donnent de l'importance à cette composante, la trouvent-elle informative ou opportuniste ?

La réponse à ces questions est utile pour les dirigeants puisque cela les renseigne sur la perception informative ou opportuniste des accruals discrétionnaires. Dans le premier cas, la valeur de l'entreprise va augmenter, tandis que dans le second cas, le marché en faisant baisser la valeur de l'entreprise va essayer de sanctionner les dirigeants.

Bien que ces questions aient été déjà traitées dans les contextes américain, britannique, français etc., aucune étude similaire, à notre connaissance, n'a procédé à une comparaison internationale des propriétés statistiques des accruals discrétionnaires en terme de contenu informationnel additionnel. L'objectif de notre étude est de comparer les pratiques de la gestion des résultats dans des contextes différents, deux pays ayant des normes comptables différentes ; un pays développé la France et un pays en voie de développement la Tunisie.

Ces deux pays retenus présentent des contextes différents en matière de normalisation de la comptabilité et de marchés financiers. La France, offre un cadre de normalisation comptable considérablement spécifique. Elle applique un plan comptable très précis en matière de mesure et de présentation des comptes. Les normes comptables françaises sont orientées vers la satisfaction des besoins de l'Etat en matière de fiscalité et d'indicateurs macro-économique. La fonction contractuelle au regard des obligations fiscales et sociales l'emporte sur l'utilité décisionnelle de l'information comptable. Il s'agit d'une approche qui laisse peu de latitude aux dirigeants dans la façon de mesurer et de présenter l'information. Par contre, et après l'instauration de la nouvelle réforme comptable en 1997, la Tunisie présente un système comptable à caractère hybride dans la mesure où coexistent des caractéristiques du modèle Euro-continental avec celles du modèle Anglo-américain. D'une part, l'existence d'un organe

public de normalisation qui est le Conseil National de Comptabilité et l'utilisation d'un plan comptable nous renvoi au modèle français. D'autre part, et comme les Anglo-américains, la Tunisie a adopté un cadre conceptuel qui constitue la structure de référence théorique. Ce cadre sert de support et de guide à l'élaboration des normes comptables qui sont orientées vers les besoins décisionnels des investisseurs et des créanciers (utilisateur privilégié).

Il nous a paru intéressant d'étudier ce phénomène dans les contextes français et tunisien, essentiellement pour deux principales raisons. **D'abord**, les motivations derrière la gestion des bénéfices seraient différentes. En effet, la structure d'actionnariat des sociétés françaises est concentrée (Broye et Schatt, 2003, Faccio et Lang, 2002 ; La Porta et *al.*, 1999), alors qu'en Tunisie cette structure demeure en grande partie de nature familiale. Les deux structures diffèrent considérablement de celle des Etats-Unis (structure de capital dispersé). **Ensuite**, les résultats de telle étude peuvent constituer une réponse aux investisseurs internationaux, analystes financiers, normalisateurs, auditeurs...quant au type des motivations opportunistes ou informationnelles qui poussent les dirigeants à manipuler les résultats comptables. De plus, ces résultats peuvent être un outil de confrontation et de comparaison pour les normalisateurs essentiellement tunisien afin d'apprécier l'utilité de la réforme comptable.

L'objectif de notre recherche est donc d'apprécier le contenu informatif additionnel des accruals discrétionnaires au niveau de l'association entre les mesures issues de la comptabilité et le rendement boursier dans les deux contextes français et tunisien.

La méthodologie adoptée repose sur les études d'association entre les composantes du résultat comptable (le cash flow d'exploitation, l'accrual total, accrual discrétionnaire et le résultat non discrétionnaire) et le rendement boursier. Les estimations ont été faites sur des données de Panel en tenant compte à la fois du vecteur temps et du vecteur espace.

Pour ce faire, nous allons tout d'abord présenter, dans la première section de cet article, une revue de la littérature concernant les différentes recherches qui ont traité cette question. Puis, nous allons avancer les hypothèses et la méthodologie adoptée dans notre étude empirique dans une deuxième section. Les résultats obtenus seront ensuite présentés dans la troisième section. Enfin, nos conclusions feront l'objet de la dernière section.

2. SYNTHÈSE DES RÉSULTATS DES ÉTUDES ANTERIEURES D'ASSOCIATION RELIANT LE RENDEMENT BOURSIER AUX DIFFÉRENTES COMPOSANTES DU RÉSULTAT COMPTABLE

En examinant la revue de la littérature, nous avons pu regrouper les études antérieures en 2 classifications. La première compare le pouvoir explicatif du résultat net par rapport aux autres composantes du résultat. Il s'agit essentiellement de mener des régressions uni variées où la variable à expliquer est toujours le rendement boursier alors que la variable explicative désigne dans chaque régression une des composantes du résultat net. Ces recherches ont permis de dégager certaines conclusions à propos du contenu informatif des accruals discrétionnaires. La deuxième classification se base plutôt sur la pertinence de la désagrégation du résultat par rapport au résultat agrégé. Des régressions multi variées ont été réalisées dans ce sens pour dégager l'effet de chaque composante du résultat dans une même régression y compris l'effet des accruals discrétionnaires. Nous allons donc présenter chaque classification dans un paragraphe à part.

2.1. SUPÉRIORITÉ DU POUVOIR EXPLICATIF DU RÉSULTAT NET PAR RAPPORT AU CASH-FLOW D'EXPLOITATION ET AU RÉSULTAT NON DISCRETIONNAIRE

Le résultat comptable est une information qui est sensée résumer l'activité de l'entreprise alors que le cash flow d'exploitation est une information qui permet de savoir si l'entreprise arrive à créer suffisamment de liquidité pour honorer ses engagements envers les différents partenaires. Le cash flow est de ce fait une composante du résultat. Bien que certains auteurs et organismes de normalisation (FASB) optent pour la supériorité du cash-flow par rapport au résultat comptable, les résultats des études empiriques réalisées sur différents marchés affirment le contraire.

C'est ainsi que dans le contexte britannique, Board et Day (1989) ont trouvé que le pouvoir explicatif, mesuré par le coefficient de détermination (R^2), du résultat net est supérieur à celui du cash flow. Les deux études d'Ali et Pope (1995) ainsi que Clubb (1995) ont abouti aux mêmes résultats, permettant ainsi de conclure que plus on décompose le résultat comptable plus son contenu informatif devient plus faible. Ce qui confirme l'importance accordée au résultat par les investisseurs.

La même conclusion a été observée sur le marché américain puisque Dechow (1994), en procédant à des régressions trimestrielles, annuelles et pluriannuelles (4 ans) entre les rendements boursiers et les résultats comptables d'une part et entre les rendements boursiers et les cash flows d'autre part, a prouvé empiriquement la supériorité du résultat net sur le

cash-flow d'exploitation. Même constat a été signalé sur le marché canadien (Matoussi et Kolsi, 2003) et le marché australien (Hodgson et Stevenson-Clarke, 2000). Cette supériorité est surtout remarquée lorsque le niveau des accruals est élevé. Par contre, si le montant des accruals n'est pas très important, le cash flow a un pouvoir explicatif similaire à celui du résultat comptable. D'ailleurs, Charitou et Clubb (1999) aboutissent à la même conclusion dans le contexte britannique.

Une étude de comparaison a été faite par Cormier, Magnan et Zeghal (2000) pour tester le pouvoir explicatif du résultat comptable/cash flow à valoriser le rendement boursier des firmes de trois pays à savoir la France, les Etats-Unis et la Suisse. La comparaison des coefficients de détermination nous montre que ce type de relation est tributaire de l'orientation des normes comptables. En effet, les pouvoirs explicatifs des régressions réalisées sur l'échantillon américain, où les firmes respectent des normes comptables contraignantes mais orientées vers les besoins des investisseurs, sont supérieurs à ceux des firmes -françaises caractérisées par une comptabilité axée davantage sur la reddition des comptes que vers les besoins des investisseurs. Ils sont aussi supérieurs à ceux des firmes suisses caractérisées par une très grande latitude dans le choix et l'application des règles comptables. En plus, le résultat net explique mieux le rendement boursier des firmes américaines et françaises que les cash flows. Ce n'est pas le cas des firmes suisses puisqu'il n'y a pas une différence significative entre le résultat net et le cash flow en terme de pouvoir explicatif. Les auteurs concluent que le système comptable orienté vers les besoins des investisseurs (comme c'est le cas du système américain) génère une relation plus étroite entre les mesures de performance et les rendements boursiers. Une grande latitude (caractérisant le système suisse) ou une grande rigidité (caractérisant le système français) peut réduire le pouvoir prédictif des mesures de performance.

Sur le marché tunisien, les études antérieures ont confirmé la supériorité des résultats comptables sur les cash flows pour expliquer les rendements boursiers surtout après l'instauration du nouveau système comptable (Jadlaoui, 2003 ; Othmani, 2003). Alors qu'avant cette réforme, c'est plutôt le résultat inverse qui est observé (Sbei, 1997). Ceci indique donc que l'application du nouveau système comptable, orienté vers les besoins des investisseurs, a amélioré l'interprétation des informations comptables faites par les investisseurs et a généré une relation plus étroite entre les mesures comptables et les rendements boursiers.

L'explication généralement avancée à la supériorité du résultat comptable est l'utilité de la deuxième composante du résultat qui est les accruals. En incorporant les accruals dans le

résultat comptable, on respecte le principe de rattachement des charges aux produits, ce qui n'est pas le cas pour déterminer les cash-flows.

$$\text{Résultat comptable} = \text{Cash flows} + \text{Accruals}$$

Cette deuxième composante est moins volatile et plus prédictible chez les entreprises de grande taille que chez les petites du fait de la présence de la pratique du lissage des résultats dans le premier type d'entreprises. Ainsi, le cash flow est considéré comme la composante la plus importante du résultat des grandes entreprises alors que les accruals constituent l'élément le plus important du résultat des petites entreprises. En utilisant des modèles d'association non linéaires, Hodgson et Stevenson-Clarke (2000) confirment cette hypothèse sur le marché australien en prouvant que le pouvoir explicatif du cash flow est plus élevé chez les entreprises de grande taille que chez les petites. Les conclusions sur le marché britannique restent mitigées puisque Charitou, Clubb et Andreou (2001) trouvent que le résultat comptable explique moins le rendement boursier lorsqu'il est inattendu alors que le cash flow reste peu important et ceci quel que soit la nature du résultat. De même, ils montrent que l'importance accordée au résultat comptable à expliquer le rendement diminue lorsqu'il s'agit des entreprises de grande taille alors qu'aucune conclusion concrète n'a pu être dégagée à propos de l'effet des cash flows.

D'autres auteurs ont poussé l'analyse en divisant les accruals en une partie gérée, c'est à dire, laissée à la discrétion des dirigeants « accruals discrétionnaires » et une autre partie ne faisant pas l'objet de gestion « accruals non discrétionnaires ».

$$\text{Résultat comptable} = \text{Cash flows} + \text{Accruals non discrétionnaires} + \text{Accruals discrétionnaires}$$

Ils décomposent donc le résultat en une partie sujette à manipulation qui est les accruals discrétionnaires et une autre ne pouvant pas être manipulée qui est la somme des cash flows et des accruals non discrétionnaires appelé encore résultat non discrétionnaire.

$$\text{Résultat comptable} = \text{Résultat non discrétionnaire} + \text{Accruals discrétionnaires}$$

Au lieu de conduire des associations avec seulement le résultat net comme variable explicative, ces auteurs ont aussi retenu le résultat non discrétionnaire comme facteur explicatif du rendement boursier. Ils aboutissent à la supériorité du résultat net par rapport au résultat non discrétionnaire (Guay, Kothari et Watts, 1996 ; Subramanyam, 1996 ; Janin, 2000).

C'est ainsi que les résultats de Subramanyam (1996) montrent que le résultat non discrétionnaire, qui aurait été déclaré si l'entreprise n'avait pas manipulé ses comptes, est moins fortement corrélé à la valeur boursière de l'entreprise que le résultat déclaré, censé avoir été manipulé. Ceci stipule qu'en manipulant, le dirigeant incorpore au résultat l'impact

de certains événements qui ont été pris en compte dans l'évaluation boursière de la firme. Il produit ainsi une mesure comptable de la performance de l'entreprise qui est plus conforme à la performance appréhendée par les marchés financiers que s'il s'était limité à une interprétation extrêmement rigide des principes et règles comptables.

Janin (2000) a réalisé une étude similaire à celle de Subramanyam (1996) sur un échantillon d'entreprises françaises. Leurs résultats empiriques montrent que la variance des rentabilités boursières expliquée par la variance du résultat net est près de deux fois plus élevée que celle expliquée par la variance du résultat non discrétionnaire. Ce résultat confirme que les engagements discrétionnaires sont utilisés par les dirigeants pour améliorer le contenu informationnel du résultat publié.

Ces chercheurs ont justifié cette supériorité par la capacité de l'information basée sur le résultat net à mieux renseigner les investisseurs sur les perspectives futures de l'entreprise et d'avoir par conséquent une idée sur la vraie valeur de leurs entreprises. En outre, les auteurs précisent que ce différentiel en terme du pouvoir explicatif entre ces deux composantes (résultat net et résultat non discrétionnaire) provient du contenu informationnel des accruals discrétionnaires. En effet, ces derniers avancent que les firmes gèrent les accruals dans le but d'améliorer la continuité et la prédictibilité des résultats. Ils soulignent que la flexibilité accordée par les principes comptables généralement admis laisse aux dirigeants la possibilité de donner une valeur plus sincère du titre que les cash-flows et les résultats non discrétionnaires. Les résultats trouvés confirment que les engagements discrétionnaires sont utilisés par les dirigeants pour améliorer le contenu informationnel du résultat publié quant à la valeur créée par les entreprises.

2.2. PERTINENCE DE LA DESAGREGATION DU RESULTAT NET EN CASH-FLOW ET ACCRUALS DANS LA VALORISATION DES RENDEMENTS BOURSIERS

Ayant montré, par des régressions uni variées, que le résultat comptable est plus pertinent que le cash flow et le résultat non discrétionnaire à expliquer le rendement boursier, certains chercheurs ont voulu tester si la désagrégation des résultats comptables en cash flows et accruals permet ou non une meilleure valorisation de l'entreprise que les résultats nets agrégés. Il s'agit ainsi d'étudier l'information supplémentaire que les cash flows pouvaient fournir aux accruals et inversement. L'objectif était de voir si, sur le marché financier, les investisseurs demandaient des informations sur les composantes du résultat d'une façon plus importante que le résultat lui-même. Ces études antérieures n'aboutissent pas aux mêmes conclusions puisque certaines ont démontré que la seule décomposition du résultat net en cash

flows d'exploitation et accruals n'aboutit pas à des associations meilleures que celles en retenant le résultat agrégé (Livnat et Zarwin, 1990) alors que d'autres confirment le contraire (Wilson, 1986 ; Bowen, Burgstahler et Daley, 1987).

En plus, Wilson (1987) a prouvé que les accruals ont un contenu informatif supplémentaire par rapport aux cash flows. Ce qui n'a pas été confirmé ni par Bowen, Burgstahler et Daley (1987) qui a prouvé l'inverse ni par Rayburn (1986) qui a montré que les cash flows et les accruals sont évalués de la même façon par les investisseurs et que leur publication peut être substituée de ce fait par la seule variable « Résultat net ».

Bowen, Burgstahler et Daley (1987) stipulent que le choix de la mesure du cash flow explique en partie cette divergence. En effet, la mesure du cash flow adoptée par Rayburn (1986) incorpore plus d'éléments d'accruals et elle est moins liée à l'exploitation que la mesure adoptée par Bowen, Burgstahler et Daley (1987). Le cash flow ainsi mesuré ne diffère pas trop de l'accrual, c'est pour cela que les investisseurs accordent la même importance aux accruals et aux cash flows. Par contre, lorsque la mesure du cash flow est distincte de celle des accruals, comme c'est le cas de l'étude de Bowen, Burgstahler et Daley (1987), le cash flow devient plus informatif.

Pour comprendre la contradiction de leurs résultats avec ceux de Wilson (1986), Bowen, Burgstahler et Daley (1987) précisent que le choix de l'échantillon est un premier facteur explicatif dans le sens où la taille de l'échantillon adoptée par Bowen, Burgstahler et Daley (1987) est plus petite que celle de l'échantillon de Wilson (1986) mais est étalé sur une période plus longue. Le deuxième facteur est lié aux types d'événement étudiés puisque Bowen, Burgstahler et Daley (1987) se sont limités à mesurer le rendement anormal autour de la publication des rapports annuels alors que Wilson (1986) a incorporé toutes les publications annuelles et trimestrielles.

Conscients de la pertinence des accruals dans l'explication du rendement boursier, certains chercheurs ont essayé de tester si ce rôle provient essentiellement des accruals discrétionnaires et ont donc décomposé le résultat net en trois éléments à savoir le cash flow, les accruals discrétionnaires et les accruals non discrétionnaires et ont mené des études d'association avec comme variables explicatives ces trois éléments. Trois scénarios sont envisageables.

2.2.1. Hypothèse de la fixation fonctionnelle

Le premier scénario suggère que le comportement ordinaire de l'investisseur puisse être mieux décrit par l'hypothèse de la fixation fonctionnelle (Hand, 1990). Celle-ci suppose que

les investisseurs sont non avertis, incapables de saisir les effets de la donnée comptable sur les mouvements futurs de la trésorerie et se comportent d'une manière mécanique en se fixant sur les chiffres affichés. Dans ce cas, le marché peut être facilement induit en erreur par les manipulations comptables. En outre, les investisseurs individuels interprètent l'information sans tenir compte des règles comptables utilisées pour façonner cette dernière (Ball, 1972 ; Watts et Zimmerman, 1986). Ces investisseurs « non avertis » évaluent les titres à partir de certaines données comptables (bénéfice net comptable), peu importe la façon dont ces données sont établies. Ils n'accorderont donc aucune valeur à la composante discrétionnaire des bénéfices, se fixeront uniquement sur les résultats tels qu'ils sont publiés (Sloan, 1996) et pourront être, dans ce cas, facilement trompés par la gestion des résultats.

2.2.2. Perspective opportuniste

Le deuxième scénario repose sur une hypothèse forte à savoir l'efficacité de marché. Celle-ci stipule que c'est l'information qui se reflète instantanément dans le cours du titre est non pas la donnée comptable elle-même. Les investisseurs sont donc supposés être rationnels dans leurs prises de décision économique. Ces derniers ne sont pas trompés par les manipulations comptables et prennent en compte le signal transmis des chiffres comptables. Ainsi, les investisseurs sont capables de détecter les manipulations opportunistes pratiquées par une entreprise et peuvent sanctionner celle-ci par une baisse de sa valeur boursière. La gestion de résultat est analysée dans ce cas en tant que processus opportuniste utilisé par le dirigeant pour moduler le niveau de résultats selon ses intérêts personnels. C'est ce deuxième scénario qui a été validé par Warfield, Wild et Wild (1995) ainsi que Wang, Swift et Lobo (1993) qui ont trouvé une association négative entre la gestion de résultat par les accruals et les rendements boursiers. Paek et Press (1997) ont aussi examiné cette association en présence des plans de rémunération et trouvent que lorsque les dirigeants gèrent les résultats à la hausse pour augmenter leurs rémunérations, les investisseurs perçoivent mal cette gestion puisque l'association entre les rendements et les accruals discrétionnaires est négative. Mais si cet opportunisme est au profit des actionnaires et au dépend des créanciers, l'association devient positive car cela réduit le coût de renégociation des contrats de dettes.

Très récemment, Marquardt et Wiedman (2004) ont examiné si la gestion opportuniste de résultats affecte la pertinence du bénéfice comptable et de la valeur comptable dans la détermination des cours boursiers. Les deux chercheurs choisissent les entreprises qui offrent au public leurs titres parce que les études antérieures ont montré que les dirigeants de ces entreprises gèrent les résultats pour leurs propres intérêts. Elles ont trouvé une diminution du

pouvoir explicatif du bénéfice de ces entreprises par rapport à celui des autres entreprises. Elles concluent que les accruals discrétionnaires sont ignorés par les investisseurs lorsque les dirigeants gèrent les résultats de manière opportuniste.

2.2.3. Perspective informative

La mise en évidence de la gestion opportuniste des dirigeants a été remise en cause par les résultats de plusieurs autres chercheurs qui affirment plutôt les implications positives des accruals discrétionnaires sur la valorisation de la firme. Dans le troisième scénario qui repose aussi sur l'hypothèse de l'efficience du marché, la discrétion est un moyen pour les managers de révéler aux investisseurs leurs attentes concernant le futur de l'entreprise, il s'agit de la perspective informationnelle de la gestion de résultats. C'est ainsi que Ahmed et Zhou (2000) pensent que des règles comptables strictes peuvent altérer la pertinence des bénéfices publiés dans la mesure où le pouvoir discrétionnaire des dirigeants peut être utilisé dans une optique de signalisation. En effet, au sein de cette théorie, les chiffres comptables manipulés peuvent être un instrument de signalisation au marché, dans la mesure où ils permettent aux investisseurs de mieux apprécier la valeur de la firme et de constituer de façon plus optimale leurs portefeuilles de titres.

De même, Subramanyam (1996) et Guay, Kothari et Watts (1996) dans le contexte américain ainsi que Janin (2000) dans le contexte français ont indiqué qu'un résultat manipulé reflète mieux les potentialités de l'entreprise qu'un résultat non manipulé. Ces derniers ont montré une association positive entre les cours boursiers et les accruals discrétionnaires. Le dernier résultat de Subramanyam montre que les montants manipulés sont positivement corrélés à la valeur boursière de l'entreprise, ce qui suggère que la manipulation, elle-même, véhicule de l'information sur la valeur de l'entreprise. Sur le marché canadien, Matoussi et Kolsi (2003) aboutissent à la même conclusion et ceci quel que soit le sens de la gestion (à la hausse ou à la baisse).

Les résultats de Naweaze (2002) montrent que les firmes relativement plus performantes essaient de publier des niveaux d'accruals à la hausse afin de communiquer aux investisseurs leurs opportunités de croissance futures et de se distinguer par rapport aux firmes moins performantes. Dans ce sens, les résultats de Gul, Leung et Srinidhi (2000) montrent que la présence de ces opportunités a un impact positif sur la relation entre les rendements boursiers et les accruals discrétionnaires. Les investisseurs comprennent donc le signal émis par les dirigeants.

Si ces études ont validé l'utilisation des accruals discrétionnaires dans sa perspective de communication, il en est de même pour l'étude de Ahmed et Zhou (2000), qui ont classé la variable niveau d'accruals discrétionnaires en niveau élevé et niveau faible et ont, par la suite, analysé son effet sur la valorisation des rendements. Les résultats obtenus mettent en évidence un coefficient significatif pour les deux niveaux d'accruals discrétionnaires. Cela confirme que les accruals discrétionnaires ont été valorisés par les investisseurs sur le marché financier et ont donc une capacité informative.

3. DONNEES ET METHODOLOGIE DE L'ETUDE

L'objectif de notre recherche est de voir si les accruals discrétionnaires ont un contenu informationnel supplémentaire par rapport aux autres composantes du résultat et ceci dans le contexte aussi bien français que tunisien. La méthodologie préconisée dans notre cas est celle des études d'association. Il s'agit d'analyser la relation entre les mesures issues de la comptabilité et les rendements boursiers en adoptant la méthode de la désagrégation du résultat en ses composantes principales. Dans ce sens, cette partie comportera trois sections, la première sera consacrée à la présentation des différentes hypothèses émises. Alors que dans la deuxième, nous définirons les variables utilisées ainsi que le modèle et les tests adoptés. La dernière section sera consacrée à la collecte des données et la constitution de l'échantillon.

3.1. HYPOTHESES

A l'instar de l'analyse des études antérieures, nous avons pu dégager la supériorité du résultat comptable à expliquer le rendement boursier par rapport au cash flow et le résultat non discrétionnaire due essentiellement à la présence des accruals discrétionnaires. Notre première hypothèse à tester est donc :

H₁ : Les résultats nets expliquent mieux les rendements boursiers que les cash-flows d'exploitation et les résultats non discrétionnaires.

Alors qu'en désagréant le résultat comptable en ses deux composantes principales à savoir le cash flow et l'accrual total, le pouvoir explicatif de cette association devient meilleure, d'où notre deuxième hypothèse à vérifier :

H₂ : La désagrégation des résultats comptables en cash-flows et accruals explique mieux les rendements boursiers que les résultats nets agrégés.

En analysant l'effet des accruals dans l'amélioration du pouvoir explicatif des résultats, il s'est avéré que les accruals discrétionnaires ajoutent de l'information à celle contenue dans les

résultats non discrétionnaires. Nous pouvons donc formuler notre troisième hypothèse suivante :

H₃ : Les accruals discrétionnaires ont un contenu informationnel additionnel par rapport au résultat non discrétionnaire.

Janin (2000) a réalisé une étude similaire à celle de Subramanyam (1996) sur un échantillon d'entreprises françaises. Janin stipule que la gestion du résultat est utilisée par les dirigeants pour compenser les lacunes de la comptabilité financière en matière d'évaluation des entreprises, et par communication financière la discrétion des dirigeants vise à améliorer le contenu informationnel du résultat comptable quant à la valeur créée par les entreprises. IL A confirmé que les engagements discrétionnaires sont informatifs puisqu'ils sont utilisés par les dirigeants pour améliorer le contenu informationnel du résultat publié. Ces résultats ont été confirmés par Dumontier et Elleuch (2002), ces derniers observent sur le marché français que les manipulations et les mouvements des cours sont positivement corrélés. Ceci suggère que les investisseurs considèrent ces manipulations sont plutôt informatives.

Pour le cas de la Tunisie et puisque le nouveau système comptable tunisien est orienté vers l'investisseur, les dirigeants des entreprises tunisiennes devraient être amenés à produire des informations pertinentes visant à aider les investisseurs à mieux apprécier la vraie valeur de l'entreprise (grâce au mécanisme de signalisation).

C'est donc la perspective informationnelle qui devrait être validée aussi bien dans le contexte français que tunisien.

H₄ : La relation entre les rendements boursiers et les accruals discrétionnaires est significativement positive.

3.2. DEFINITIONS DES VARIABLES ET PRESENTATION DU MODELE

Pour évaluer le contenu informationnel des accruals discrétionnaires, nous avons utilisé le modèle d'estimation de Kothari et Zimmerman (1995) :

$$\text{Rendement boursier } (R_{it}) = \alpha_k + \beta_k \text{ mesure de performance financière } e_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Où :

- i désigne l'entreprise ;
- t désigne l'année ;
- R_{it} : Rendement boursier de l'entreprise i pendant l'année (t) ;
- k désigne l'une des variables suivantes à savoir :
- $RSTPA_{ajit}$: Résultat net par action de l'entreprise i pendant l'année (t), prélevé directement de l'état de résultat et est ajusté par le cours du titre au début de la période ;

- $CFPA_{ajt}$: Cash-flow d'exploitation par action de l'entreprise i pendant l'année (t) tel qu'il est présenté dans l'état de flux de trésorerie définitif et est ajusté par le cours du titre au début de la période ;
- $ACTTPA_{ajt}$: Accruals totaux par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période. Ces derniers sont déterminés par la différence entre le résultat net et le cash-flow d'exploitation ;
- $RNDPA_{ajt}$: Résultat non discrétionnaire par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajusté par le cours du titre au début de la période. C'est le résultat net duquel on retranche les accruals discrétionnaires (résultat théorique) ;
- $ACDPA_{ajt}$: Accruals discrétionnaires par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période ;
- $ACNDPA_{ajt}$: Accruals non discrétionnaires par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période. Ils représentent la partie estimée de l'un des modèles de mesure de la gestion des résultats ;
- ε_{it} : Terme d'erreur de l'entreprise i pendant l'année (t) .

Quant au choix du modèle d'estimation des accruals discrétionnaires, il a été conditionné par la disponibilité des données. En effet, pour le cas tunisien la non disponibilité des notes aux états financiers, essentiellement pendant les deux premières années de notre étude (1999-2000), et la non-exhaustivité de ces dernières pendant les années 2001 et 2002 nous a rendus difficile l'utilisation des modèles reposant sur la répartition des accruals totaux en ses composantes principales (Chalayer et Dumontier, 1996 ; Périer, 1998 ; Janin, 2000 ; Dumontier, 2003). Et pour un souci de comparaison nous avons donc adopté le modèle de Jones modifié (Dechow, Sloan et Sweeney, 1995) pour les deux contextes de l'étude afin d'estimer les accruals discrétionnaires :

$$\frac{ACCT_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_s \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \beta_s \left(\frac{IMMO_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \delta_s \left(\frac{\Delta CA_{it} - \Delta CAC_{it}}{TA_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Avec :

- $ACCT_{it}$ = Accruals totaux de la firme i pendant l'année (t) ;
- TA_{it-1} = Actif total de la firme i pendant l'année $(t-1)$;
- ΔCA_{it} = Variation du chiffre d'affaires de la firme i pendant l'année (t) et $(t-1)$;
- ΔCAC_{it} = Variation du chiffre d'affaires à crédit de la firme i pendant l'année (t) et $(t-1)$;
= Solde du compte client (t) – solde du compte client $(t-1)$;

- $IMMO_{it}$ = Immobilisations amortissables brutes (immobilisations corporelles et incorporelles) de la firme i pendant l'année (t) . En effet, selon Culvenor et Godfrey (1999) l'introduction de tous les éléments amortissables (tangibles et intangibles) améliore le pouvoir explicatif du modèle ;
- ε_{it} = Terme d'erreur de la firme i pendant l'année (t) ;
- α_s, β_s et δ_s : Coefficients du modèle estimés par secteur (s) sur des données de Panel. Il s'agit d'estimer ces coefficients en tenant compte à la fois de la dimension "temps" (période de 4 ans) et la dimension "espace" (différents titres cotés sur la bourse)

Vérification de l'hypothèse 1 :

Pour vérifier l'hypothèse 1, nous mènerons une régression uni variée pour chaque mesure de performance à part permettant d'examiner le contenu informationnel du résultat net ($RSTPAaj_{it}$), du cash-flow d'exploitation ($CFPAaj_{it}$) et du résultat non discrétionnaire ($RNDPAaj_{it}$).

$$\text{Modèle 1 : } R_{it} = \alpha + \beta * RSTPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 2 : } R_{it} = \alpha + \beta * CFPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 3 : } R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

Pour tester la supériorité des modèles, nous nous baserons sur la comparaison des coefficients de détermination ajusté de chaque modèle (R^2). Pour tester la significativité de cette comparaison, nous utiliserons le test de Vuong (1989) qui repose sur le calcul du rapport entre les deux fonctions de vraisemblance des modèles testés. S'il n'est pas significatif, c'est que l'hypothèse nulle est vérifiée indiquant que les deux modèles ont le même pouvoir explicatif. S'il est significatif, c'est que l'hypothèse alternative est confirmée indiquant que l'un des deux modèles a un pouvoir explicatif supérieur.

Vérification de l'hypothèse 2 :

Nous réaliserons par la suite une régression multiple se basant sur la désagrégation du résultat comptable en ses deux composantes principales : le cash flow d'exploitation ($CFPAaj_{it}$) et l'accrual total ($ACTTPAaj_{it}$), permettant ainsi d'apprécier la pertinence de la désagrégation du résultat en cash-flows et accruals par rapport à celui agrégé. De ce fait, les modèles relatifs à cette deuxième hypothèse se présentent ainsi :

$$\text{Modèle 1 : } R_{it} = \alpha + \beta * RSTPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 4 : } R_{it} = \alpha + \beta_1 * CFPAaj_{it} + \beta_2 * ACTTPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

Si le coefficient de détermination (R^2) du modèle 4 est significativement supérieur à celui du modèle 1 (selon le test de Vuong), cela indique que le pouvoir explicatif s'est amélioré en désagrégant le résultat net.

Vérification des hypothèses 3 et 4 :

Enfin, nous effectuerons des régressions multiples en désagrégant encore une fois le résultat net mais en d'autres composantes pour vérifier les hypothèses 3 et 4. Ainsi, nous allons tester les modèles suivants :

Modèle 3 : $R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$

Modèle 5 : $R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \beta' * ACDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$

Modèle 6 : $R_{it} = \alpha + \beta_1 * CFPAaj_{it} + \beta_2 * ACDPAaj_{it} + \beta_3 * ACNDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$

La comparaison des coefficients de détermination (R^2) des modèles 3 et 5 nous permettra de voir si l'ajout de la variable « Accruals discrétionnaires ($ACDPAaj_{it}$) » améliore le pouvoir explicatif du modèle 3 et de détecter, dans l'affirmatif, le contenu informationnel additionnel de la partie discrétionnaire du résultat net par rapport au résultat non discrétionnaire ($RNDRAaj_{it}$).

Le résultat non discrétionnaire est ensuite décomposé dans le modèle 6 en accruals non discrétionnaires ($ACNDPAaj_{it}$) et cash flow ($CFPAaj_{it}$) pour désagréger finalement le résultat net en 3 composantes. Cela nous permettra aussi de détecter le contenu informationnel additionnel de la partie discrétionnaire du bénéfice par rapport au cash flow.

L'analyse de la significativité et du signe du coefficient relatif aux accruals discrétionnaires permettra de valider l'hypothèse 4. Si ce coefficient est significativement positif, la perspective informationnelle poursuivie par les dirigeants des entreprises tunisiennes est confirmée. Par contre, s'il est négativement corrélé avec le rendement, cela confirme plutôt la perspective opportuniste de la gestion de résultat.

3.3. ECHANTILLON ET COLLECTE DES DONNEES

L'échantillon est composé d'entreprises françaises et tunisiennes cotées respectivement sur le CAC 40 ainsi qu'à la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT). Ces firmes sont observées sur une période d'étude de 5 années allant de 2001 jusqu'à 2005 pour le cas français, alors qu'elle est de 4 années pour le cas tunisien (1999 à 2002).

Dans la présente étude, nous avons exclues les firmes n'ayant pas des données financières suffisantes pour déterminer leur niveau de gestion des résultats ainsi que celles appartenant à

des secteurs présentant un fonctionnement particulier (banques, sociétés de crédit bail, compagnies, courtiers d'assurances...) ou des pratiques comptables nécessitant un traitement spécifique.

L'échantillon final est composé de 215 années – entreprises observations, il s'agit respectivement de 126 années - entreprises françaises et 89 observations pour le cas tunisien. Ces firmes appartiennent à deux secteurs différents à savoir le secteur industriel et celui de service. (Voir tableau ci-dessus)

Tableau 1 : Répartition de l'échantillon

Secteurs/Pays	France		Tunisie		Total
	Industriel	Service	Industriel	Service	
Nombre	15	13	17	11	56
Observation	68	58	54	35	215

Les données comptables et boursières des firmes françaises ont été recueillies à partir des rapports annuels publiés (consultation des sites web des sociétés). En ce qui concerne les données tunisiennes, les rendements boursiers des firmes ont été collectés auprès du site web de la bourse de Tunis (www.bvmt.com.tn) et les chiffres comptables ont été extraits à partir des bulletins officiels publiés par le conseil du marché financier (CMF).

4. PRESENTATION ET INTERPRETATION DES RESULTATS

Avant de faire une analyse uni variée, nous avons d'abord mener une analyse descriptive des variables utilisées (tableau 2.1 et 2.2) qui nous a permis de dégager quelques remarques. Le résultat comptable publié aussi bien par les firmes françaises que tunisiennes paraît être inférieur au cash flow, ce qui explique le signe négatif des accruals totaux. Ce signe négatif est surtout généré par les accruals non discrétionnaires. La gestion des résultats à travers les accruals discrétionnaires apporte donc d'autres informations qui n'existent pas nécessairement dans le contenu informatif des accruals non discrétionnaires, ce qui confirme les hypothèses émises.

Tableau 2 : Analyse descriptive**2.1 Cas des entreprises françaises**

	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Ecart type
RSTPAaj	0,068584	0,068813	-0,545749	0,634921	0,121562
CFPAaj	0,184472	0,141071	-0,595704	1,367521	0,196339
ACTPAaj	-0,115888	-0,075579	-0,935196	0,595704	0,19599
RNDPAaj	0,074106	0,062120	-0,635922	1,010701	0,157883
ACNDPAaj	-0,104943	-0,075826	-0,552010	-0,002092	0,096786
ACDPAaj	-0,001091	0,001358	-0,471755	0,635922	0,148637

2.2 Cas des entreprises tunisiennes

	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Ecart type
RSTPAaj	0,108	0,11	-0,68	0,61	0,173
CFPAaj	0,112	0,15	-1	0,68	0,267
ACTPAaj	-0,00375	-0,045	-0,7	1,24	0,286
RNDPAaj	0,10212	0,12578	-0,547	0,65	0,189
ACNDPAaj	-0,00454	-0,03831	-0,332	0,91	0,235
ACDPAaj	0,00740	-0,00464	-0,44	0,76	0,154

En menant une analyse uni variée, nous avons comparé, les coefficients de détermination (R^2) des trois premiers modèles afin d'identifier la variable qui explique mieux les rendements boursiers. Ces variables sont : le résultat net, le cash flow d'exploitation et le résultat non discrétionnaire. Il s'agit en fait d'apprécier, pour les firmes tunisiennes et françaises le pouvoir explicatif de ces trois modèles à savoir :

$$\text{Modèle 1 : } R_{it} = \alpha + \beta * RSTPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 2 : } R_{it} = \alpha + \beta * CFPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 3 : } R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec : RSTPAaj_{it} : Résultat net par action de l'entreprise i pendant l'année (t), ajusté par le cours du titre au début de la période ; CFPAaj_{it} : Cash-flows d'exploitation par action de l'entreprise i pendant l'année (t), ajustés par le cours du titre au début de la période ; RNDPAaj_{it} : Résultat non discrétionnaire par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajusté par le cours du titre au début de la période.

Les résultats sont présentés, pour chaque pays, dans le tableau 3 ci-dessus indiqué.

Tableau 3

Comparaison du pouvoir explicatif du résultat net par rapport à celui du cash-flow et du résultat non discrétionnaire

3.1 *Cas des entreprises françaises*

Variables	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student
Constante	0,02787	(3,8733)***	-0,001210	(-0.1296)	0,1769	(22.0)***
RSTPAaj	1,9552	(37,922)***				
CFPAaj			0,88455	(25.52)***		
RNDPAaj					- 0,003	(-2,374)**
R ²	27,714%		14,7972%		0,1676%	
R ² _{aj}	27,6949%		14,7746%		0,1381%	

* Significatif au seuil 10% ** Significatif au seuil 5% *** Significatif au seuil 1%

3.2 *Cas des entreprises tunisiennes*

Variables	Modèle 1		Modèle 2		Modèle 3	
	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student
Constante	0,03343	(1,51997)	0,04054	(1,71411)*	0,05207	(2,59716)**
RSTPAaj	0,45839	(4,50086)***				
CFPAaj			0,08523	(1.104729)		
RNDPAaj					0,26179	(4,43545)***
R ²	25,1922%		3,6706%		24,1796%	
R ² _{aj}	24,3121%		2,5373%		23,2661%	

* Significatif au seuil 10% ** Significatif au seuil 5% *** Significatif au seuil 1%

Les résultats présentés dans le tableau 3.1 indiquent que le pouvoir explicatif du modèle 1 est plus élevé (R² ajusté = 27,69%) que le modèle 2 (R² ajusté = 14,77%). Le test de Vuong (1989) affiché dans le tableau 5 montre que le modèle 1 est significativement supérieur au modèle 2 au seuil de 1% (Z = 3,54).

Il apparaît donc que le résultat comptable publié reflète la performance de la firme française mieux que le cash flow d'exploitation. Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Board et Day (1989), Ali et Pope (1995), Clubb (1995), Dechow (1994) ainsi que Cormier, Magnan et Zeghal (2000) et confirment par conséquent la première hypothèse selon laquelle les

résultats nets sont d'une plus grande utilité pour les investisseurs français que les cash-flows d'exploitation.

Pour le cas des entreprises tunisiennes, le résultat comptable est considéré par l'investisseur tunisien comme étant l'information qui résume le mieux la situation financière de l'entreprise. En effet, et d'après le tableau 3.2, le pouvoir explicatif du modèle 1 est plus élevé (R^2 ajusté = 24,31%) que le modèle 2 (R^2 ajusté = 23,266%). Le test de Vuong (1989) affiché dans le tableau 4 montre que le modèle 1 est significativement supérieur au modèle 2 au seuil de 1% ($Z = 2,46$).

Contrairement aux investisseurs français qui valorisent et attachent de l'importance à l'information issue du cash flow, les investisseurs tunisiens n'utilisent pas ledite information puisque le coefficient de la régression du modèle 2 n'est pas significatif ($T=1,104$). Pourtant, c'est le cash flow et non pas le résultat comptable net qui donne une meilleure idée sur la solvabilité et la liquidité de l'entreprise, qui sont des informations pertinentes à la prise de décision de l'investisseur.

Mais à part cette divergence, le résultat issu des firmes tunisiennes rejoint les conclusions des résultats obtenus pour le cas français concernant l'importance du résultat comptable dans la valorisation du titre. Ce qui laisse penser que l'information donnée par les accruals totaux est pertinente pour évaluer l'entreprise. Ainsi, les dotations aux amortissements et aux provisions, les produits à recevoir, les charges à payer etc. sont valorisés par le marché.

De plus, le résultat obtenu de l'étude d'association entre le rendement boursier et le résultat non discrétionnaire nous renseigne que les investisseurs français ne donne pas aux accruals non discrétionnaires sa juste valeur contrairement au marché tunisien où l'investisseur accorde de l'importance a cette composante de résultat puisque le pouvoir explicatif passe de 2,53% dans le modèle 2 à 23,266% dans le modèle 3 avec une différence significative au seuil de 1% ($Z=2,43$).

Il reste à vérifier si les accruals discrétionnaires sont aussi valorisés par les investisseurs. En menant une analyse comparative entre les deux pays, il apparaît que le résultat non discrétionnaire des firmes françaises, qui aurait été déclaré si l'entreprise n'avait pas manipulé ses comptes, est moins corrélé à la valeur boursière de l'entreprise que le résultat déclaré, censé être manipulé. En effet le pouvoir explicatif de M3 (résultat non discrétionnaire) passe de 0,138% à 27,69% pour M1 (résultat comptable). Cette différence est statistiquement significative au seuil 5% (test de Vuong 3,89). Ce résultat confirme les conclusions des études de Dechow, Sloan et Sweeney (1995), Subramanyam (1996) ainsi que Guay, Kothari et Watts

(1996). Ces derniers stipulent qu'en manipulant, les dirigeants incorporent au résultat l'impact de certains événements qui ont été pris en compte dans l'évaluation boursière de la firme. La différence de pouvoir explicatif reste toutefois minime pour le cas des firmes tunisiennes puisque le test de Vuong affiche une valeur de -0.05 qui n'est pas significative au seuil de 5%, ce qui infirme les conclusions des études antérieures.

La première phase d'analyse basée sur la comparaison des coefficients de détermination, issues des études d'association uni variées, nous a permis d'affirmer que le résultat net explique mieux le rendement boursier des firmes françaises et tunisiennes que le cash flow et le résultat non discrétionnaire. Il faut vérifier maintenant si la désagrégation du résultat comptable en ses composantes permet une meilleure évaluation des entreprises qu'un résultat agrégé.

La deuxième phase de notre analyse se base, ainsi, sur des régressions multi variées. Il s'agit d'une comparaison internationale des propriétés statistiques des accruals discrétionnaires en terme de contenu informationnel additionnel, et ce dans le but de déceler laquelle de deux perspectives de la gestion des résultats est plus dominante selon les investisseurs français et tunisiens.

Nous n'avons pas pu vérifier toutes les hypothèses concernant la pertinence de la désagrégation du résultat net en ses composantes du fait qu'il y a des corrélations entre les variables explicatives. Nous allons éliminer de notre analyse les variables fortement corrélées, c'est à dire, dont la corrélation dépasse 50% et qui est statistiquement significative.

Ainsi, pour les deux contextes nous avons détecté une forte corrélation entre le cash flow d'exploitation et les accruals totaux (le coefficient de Pearson entre ces deux variables est de $-0,808$ ($P = 0,000$) pour le cas français et $0,643$ ($P = 0,000$) pour le cas tunisien). Le modèle 4 ne pourra pas être donc testé. De plus, nous avons décelé une corrélation significative entre les accruals discrétionnaires et les accruals non discrétionnaires pour le cas français (Pearson = $-0,999$, sig au seuil 1%). De même, une corrélation significative a été découverte, dans le contexte tunisien, entre le cash flow d'exploitation et les accruals non discrétionnaires (Pearson = $0,52$, sig = 0.000). Pour chaque pays de notre étude, le modèle 6 ne sera donc vérifié que partiellement.

Tableau 4**Le contenu informationnel additionnel des accruals discrétionnaires**

$$\text{Modèle 3 : } R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 5 : } R_{it} = \alpha + \beta * RNDPAaj_{it} + \beta' * ACDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Modèle 6 (modifié) : } R_{it} = \alpha + \beta_1 * CFPAaj_{it} + \beta_2 * ACDPAaj_{it} + \varepsilon_{it}$$

- RNDPAaj_{it} : Résultat non discrétionnaire par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajusté par le cours du titre au début de la période ;
- CFPAaj_{it} : Cash-flows d'exploitation par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période ;
- ACDPAaj_{it} : Accruals discrétionnaires par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période ;
- ACDNPAaj_{it} : Accruals non discrétionnaires par action de l'entreprise i pendant l'année (t) ajustés par le cours du titre au début de la période ;
- ε_{it} : Terme d'erreur.

4.1 Cas des entreprises françaises

Variables	Modèle 3		Modèle 5		Modèle 6	
	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student
Constante	0,1769	(22,0)***	0,011	(1,4921)	0,0030	(0,319)
RNDPAaj	- 0,003	(-2,374)**	2,258	(37,701)***		
CFPAaj					0,9732	(27,28)***
ACDPAaj			2,261	(37,768)***	0,0022	(1,636)*
R ²	0,1676%		29,93%		18,36%	
R ² _{aj}	0,1381%		29,89%		18,32%	

* Significatif au seuil 10% ** Significatif au seuil 5% *** Significatif au seuil 1%

4.2 Cas des entreprises tunisiennes

Variables	Modèle 3		Modèle 5		Modèle 6	
	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student	Coefficient	T-Student
Constante	0,05207	(2,59716)**	0,04709	(2,19525)**	0,04975	(2,34544)**
RNDPAaj	0,216179	(4,43545)***	0,42036	(5,19617)***		
CFPAaj					0,25005	(4,58955)***
ACDPAaj			0,36127	(2,44593)**	0,35618	(2,76658)***
R ²	24,179 %		31,269%		24,076%	
R ² _{aj}	23,266 %		29,593%		22,201%	

* Significatif au seuil 10% ** Significatif au seuil 5% *** Significatif au seuil 1%

Les deux tableaux 4.1 et 4.2 montrent que la désagrégation des résultats en ses composantes principales améliore la capacité des bénéfices à expliquer les rendements boursiers, ce qui confirme la deuxième hypothèse pour les deux contextes de notre étude.

Pour les firmes françaises, on constate que le pouvoir explicatif du résultat non discrétionnaire qui est de 0,138% passe à 29,89% lorsqu'on ajoute les accruals discrétionnaires au modèle, le test Vuong étant significatif au seuil de 5% ($Z=3,63$). De même, on constate que l'ajout de la variable « accruals discrétionnaires » améliore le pouvoir explicatif du modèle 2. Dans ce sens, le coefficient de détermination passe de 14,774% à 18,32%.

Pour les firmes tunisiennes, on remarque que le pouvoir explicatif du résultat non discrétionnaire s'améliore en ajoutant les accruals discrétionnaires au modèle (23,26% passe à 29,59%), le test Vuong étant significatif au seuil de 1% ($Z=2,45$). De même, on constate que l'ajout de la variable « accruals discrétionnaires » améliore le pouvoir explicatif du modèle 2. Dans ce sens, ils rendent les cash-flows statistiquement significatifs. Ce résultat, et contrairement au contexte français, est assez surprenant étant donnée la non significativité de la variable « cash-flows » dans la régression unie variée, ceci peut être dû à la corrélation entre les deux variables (cash-flows et accruals discrétionnaires).

Il ressort de ces résultats que dans les deux contextes, les accruals discrétionnaires sont valorisés par les investisseurs. Dans ce sens, en manipulant les dirigeants aussi bien français que tunisiens incorporent au résultat l'impact de certains événements qui ont été pris en compte dans l'évaluation boursière de la firme. Il produit ainsi une mesure comptable de la performance de l'entreprise qui est plus conforme à la performance appréhendée par les marchés financiers que s'il s'était limité à une interprétation extrêmement rigide des principes et règles comptables. Ces accruals discrétionnaires apportent donc de l'information par rapport au résultat net théorique qui aurait été déclaré si l'entreprise n'avait pas manipulé ses comptes (résultat non discrétionnaire).

Pour apprécier la nature des motivations ayant poussé les dirigeants français et tunisiens à manipuler le bénéfice comptable, on va mener une analyse de la significativité et du signe du coefficient relatif aux accruals discrétionnaires. Si ce coefficient est significativement positif, la perspective informationnelle poursuivie par les dirigeants des entreprises est confirmée. Par contre, s'il est négativement corrélé avec le rendement, cela confirme plutôt la perspective opportuniste de la gestion de résultat.

Les résultats présentés ci-dessus montrent que les montants manipulés, aussi bien par les firmes françaises que tunisiennes, sont positivement corrélés à la valeur boursière de

l'entreprise. Toutefois, l'importance accordée par les investisseurs tunisiens à ces accruals reste moins élevée que celle attachée au résultat non discrétionnaire puisque, en examinant le modèle 5, le coefficient relatif aux accruals discrétionnaires est de 0,36 significatif au seuil de 5% alors que le coefficient du résultat non discrétionnaire, qui est de 0,42 est significatif au seuil de 1%. Par contre, on remarque que les investisseurs français accordent la même importance à ces deux composantes qui présentent chacune un coefficient significatif au seuil de 1%.

Les dirigeants français et tunisiens utilisent donc leur discrétion pour améliorer la pertinence du résultat à refléter la valeur réelle de la firme. Par cette gestion des résultats, et grâce au mécanisme de signalisation, ces dirigeants préparent les investisseurs à prévoir la tendance future de la situation financière de leurs entreprises. Ils essaient, ainsi, de produire une mesure comptable de la performance des entreprises qui est plus conforme à la performance appréhendée par le marché financier. Donc, tout comme les études de Subramanyam (1996), Janin (2002), Cormier et al (2002)..., cette étude confirme la perspective informative des accruals discrétionnaires dans le sens où la discrétion des dirigeants vise essentiellement à communiquer des informations privées concernant l'évolution future de la firme.

Tableau 5
Résultats de l'application du test de Vuong

5.1 Cas des entreprises françaises

	Modèle 1 contre Modèle 2	Modèle 1 contre Modèle 3	Modèle 3 contre Modèle 2	Modèle 5 contre Modèle 3
Valeur du test	3,54*	3,89*	-0,03	3,63*

5.2 Cas des entreprises tunisiennes

	Modèle 1 contre Modèle 2	Modèle 1 contre Modèle 3	Modèle 3 contre Modèle 2	Modèle 5 contre Modèle 3
Valeur du test	2,46*	-0,05	2,43*	2,45*

- * Désigne que la valeur est Significative au seuil 5%.

- Si la valeur du test est significative et positive, c'est que le premier modèle indiqué est meilleur que le deuxième.

La comparaison internationale des propriétés statistiques des accruals discrétionnaires en terme de contenu informationnel additionnel nous montre que la perspective informative est la plus dominante selon les investisseurs des pays issus du modèle comptable Euro Continental tel que la France ou des pays émergents tel que la Tunisie qui a assuré le passage du modèle Euro Continental au modèle Anglo-américain suite à la réforme de son système comptable en 1997. Ces résultats sont conformes aux résultats antérieurs réalisés dans un contexte anglo-saxon. Celui-ci présente un cadre spécifique en matière de normalisation comptable et des marchés financiers. Toutefois, la comparaison des coefficients de détermination nous montre que ce type de relation est tributaire de l'orientation des normes comptables. En effet, les pouvoirs explicatifs des régressions réalisées sur l'échantillon de notre étude (aussi bien français que tunisien) sont inférieurs à ceux réalisées sur des échantillons anglo-saxon (Dechow, Sloan et Sweeney (1995), Subramanyam (1996) ainsi que Guay, Kothari et Watts (1996)...) où les firmes respectent des normes comptables contraignantes mais orientées vers les besoins des investisseurs.

Il est à signaler que nos interprétations présupposent aussi bien l'efficacité du marché financier français et tunisien que la capacité du modèle de Jones modifié à détecter de tels artifices comptables. En effet, si le marché est inefficace, les investisseurs peuvent être facilement trompés par la gestion des résultats. Par conséquent, ces accruals discrétionnaires sont valorisés à tort à cause de la fixation fonctionnelle des investisseurs au bénéfice public (Hand, 1990 ; Sloan 1996). Alors que, sous l'hypothèse de l'efficacité du marché, la rationalité des investisseurs ainsi que la supériorité du modèle de Jones (1995), on peut affirmer la troisième et la quatrième hypothèses de notre étude comparative selon lesquelles, les accruals discrétionnaires des firmes françaises et tunisiennes ont un contenu informationnel additionnel par rapport au résultat non discrétionnaire et ce contenu informationnel s'intègre dans le cadre de la perspective informative.

5. CONCLUSION

L'objectif de notre recherche est d'apprécier le contenu informatif additionnel des accruals discrétionnaires au niveau de l'association entre les mesures issues de la comptabilité et le rendement boursier dans les deux contextes français et tunisien.

En se basant sur des études d'association, cette étude a permis de dégager trois principaux résultats.

Le premier résultat est que les investisseurs français et tunisiens s'intéressent au résultat comptable plus qu'au cash flow pour évaluer l'entreprise. Les résultats nets sont donc plus pertinents que les cash-flows d'exploitation pour mesurer la performance financière de l'entreprise. Toutefois et contrairement aux investisseurs français qui valorisent et attachent de l'importance à l'information issue du cash flow, les investisseurs tunisiens n'utilisent pas cette information alors qu'elle donne une meilleure idée de la solvabilité et la liquidité de l'entreprise, informations essentielles à la prise de décision de l'investisseur. Le résultat non discrétionnaire représente l'information la moins désirable pour les investisseurs français.

Le deuxième résultat nous révèle que la désagrégation du résultat net en ses composantes principales à savoir « Résultat non discrétionnaire » et « Accruals discrétionnaires » améliore le pouvoir explicatif du modèle. Les investisseurs français et tunisiens donnent donc de l'importance à chaque composante isolée du résultat.

Le dernier résultat montre que les accruals discrétionnaires sont valorisés par les investisseurs sur le marché aussi bien français que tunisien, ces derniers ajoutent de l'information par rapport à celle contenue dans les flux de trésorerie d'exploitation et du résultat non discrétionnaire (amélioration du pouvoir explicatif du modèle). De ce fait, ils ont un contenu informationnel additionnel et ce contenu informationnel s'intègre dans le cadre de la perspective informationnelle dans le sens où les dirigeants signalent, à travers la gestion des accruals, l'évolution future du résultat.

Les résultats de la présente étude peuvent être rapprochés avec ceux trouvés sur les marchés américains, anglais, canadiens où les firmes respectent des normes comptables contraignantes mais orientées vers les besoins des investisseurs. Toutefois, le pouvoir explicatif des régressions réalisées sur notre échantillon (aussi bien français que tunisien) est inférieur à celui des études réalisées sur des échantillons anglo-saxon. Cela prouve que la relation entre ces différentes composantes de résultat et la rentabilité boursière est tributaire de l'orientation des normes comptables.

Ces conclusions ont toutefois besoin d'être renforcées par la réalisation d'autres études empiriques plus approfondies. Il serait, par exemple, intéressant de refaire le même type d'étude en distinguant les entreprises qui gèrent leur résultat à la hausse de celles qui le gèrent à la baisse afin de vérifier si les investisseurs évaluent de la même manière la présence d'accruals discrétionnaires. De plus, un autre échantillonnage pourrait être réalisé afin de comparer le pouvoir explicatif du résultat comptable et des cash flows en classant les entreprises en deux groupes : un groupe ayant un niveau de gestion d'accruals élevé et un autre ayant un niveau de gestion d'accruals bas. Si le pouvoir explicatif du cash flow et du résultat comptable du deuxième groupe est le même, contrairement au premier groupe, cela confirmerait l'importance des accruals dans l'amélioration du pouvoir explicatif du modèle.

Enfin, il est intéressant d'étudier dans le contexte français l'impact des normes IAS/IFRS sur le niveau de la gestion des bénéfices comptables. En effet, les sociétés françaises faisant appel public à l'épargne sont amenées obligatoirement, à partir du 1^{er} janvier 2005, d'appliquer les normes comptables internationales pour leurs comptes consolidés.

REFERENCES

Ahmed, A.S. et J. Zhou (2000), "Discretionary accruals, earnings management and the valuation of earnings", Working Paper, SSRN.

Ali, A. et P.F. Pope (1995), "The incremental information content of earnings, funds flow and cash-flows: the UK evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, n°1, p.19-34.

Ball, R. (1972), "Changes in Accounting Techniques and Stock Prices", *Supplement to Journal of Accounting Research*, Vol. 10, p.1-38.

Belgacem, I. (2003), "*Manipulation comptable et qualité du résultat : application aux entreprises cotées à la bourse des valeurs mobilières de Tunis*", Mémoire pour l'obtention du DEA en Gestion – Faculté des Sciences Economiques et de Gestion-Tunis.

Board, J.L.G. et J.F.S. Day (1989), "The information content of cash-flows figures", *Accounting and Business Research*, Vol. 20, p.713-725.

Bowen, R.M., D. Burgstahler et L.A. Delay (1987), "The incremental information content of accrual versus cash flows", *The Accounting Review*, Vol. 62, p.723-747.

Chalayer, S. et P. Dumontier (1996), “Performances économiques et manipulations comptables : Une approche empirique”, Actes du congrès de l’AFC, p.803-818.

Clubb, C. (1995), “An empirical study of the information content of accounting earnings, funds flows and cash flows in the UK”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 22, n°1, p.35-52.

Charitou, A. et C. Clubb (1999), “Earnings, cash-flows and security returns over long return intervals: analysis and UK evidence”, *Journal of business Finance and Accounting*, Vol. 26, n° 3 et 4, p.283-312.

Charitou, A., C. Clubb et A. Andreou (2001), “The effect of earnings permanence, growth and firm size on the usefulness of cash flows and earnings in explaining security returns: empirical evidence for the UK”, *Journal of business Finance and Accounting*, Vol. 28, n° 5 et 6, p.563-594.

Cormier, D., M. Magnan et D.M. Zéghal (2000), “Le contenu informationnel et la capacité prédictive des mesures de performance financière : une comparaison France, Etats-Unis et Suisse”, Centre de recherche en gestion, Document 01-2000.

Culvenor, J. et J. Godfrey (1999), “Modeling total accruals in an international environment: the impact of alternative measures of PPE”, *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, Index issue, Vol. 8, n°2, p.289-314.

Dechow, P. (1994), “Accounting earnings and cash-flows as measures of firm performance, the role of accounting accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, p.3-42.

Dechow, P. et R. Sloan (1991), “Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, n°1, p.51-89.

Dechow P., R.G. Sloan et A.P. Sweeney (1995), “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, Vol. 70, n°2, p.193-225.

Dumontier, P. (2003), “les manipulations comptables et la qualité de l’information communiquée aux investisseurs”, *La Revue Financier*, p.67-73.

Gargouri, F. (2001), “ *Le lissage des résultats et la valeur boursière des firmes*”, Mémoire pour l’obtention du DEA en Comptabilité – ISCAE.

Guay, W.R., S. Kothari et R.I. Watts (1996), “A market based evaluation of discretionary accruals models”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, p.83-105.

Gul, F.A., S. Leung et B. Srinidhi (2000), “The effect of investment opportunity set and debt level on earnings returns relationship and the pricing of discretionary accruals”, Working Paper, SSRN.

Hand, J.R.M. (1990), “A test of the extended functional fixation hypothesis”, *The Accounting Review*, Vol. 65, p.740-763.

Hodgson, A. et P. Stevenson-Clarke (2000), “Earnings, cash flows and returns : Functional relations and the impact of firm size ” *Accounting and Finance*, Vol. 40, n°2, p.51-73.

Jadlaoui, F. (2003), “*Contenu informationnel des bénéfices et des cash flows : cas de la bourse de Tunis*”, Mémoire pour l’obtention du DEA en Comptabilité – ISCAE.

Janin, R. (2000), “*Gestion des chiffres comptables, contenu informationnel du résultat et mesure de la création de valeur*”, Thèse de Doctorat, Université Pierre Mendès France, Grenoble, 321 pages.

Khemakhem H. (2001), “ *Contenu informatif des états financiers provisoires : étude d’événement sur le marché boursier tunisien*”, Mémoire pour l’obtention du DEA en Comptabilité – ISCAE.

Kothari, S.P. et H. Zimmerman (1995), “Price and return models”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, p.155-192.

Livnat, J. et P. Zarwin (1990), “The incremental information content of cash-flows components”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, p.25-46.

Matoussi, H. et M.C. Kolsi (2003), “The pricing of discretionary accruals: Evidence from the canadian stock market”, Working Paper, SSRN.

Marquardt, C. et C.I. Wiedman (2004), “The effect of earnings management on the value relevance of accounting information”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 31, n°3 et 4, p.297-332.

Nawaeze, T.E. (2002), “Income-increasing / Income-decreasing accruals: trends and firm characteristics”, Working Paper.

Othmani, A. (2003), “*L’effet de l’adoption du cadre conceptuel sur la pertinence des mesures de performance dans les décisions des investisseurs sur la Bourse de Tunis*”, Mémoire pour l’obtention du DEA en Comptabilité – ISCAE.

Paek, W. et E. Press (1997), "Discretionary accruals, managers' incentives, and stock prices", Working Paper, SSRN.

Périer, S. (1998), "*Gestion des Résultats Comptables et Introduction en Bourse*", Thèse de Sciences de Gestion, Université de Grenoble.

Plenborg, T. (1999), "An examination of the information content of Danish earnings and cash flows", *Accounting and Business Research*, Vol. 30, n°1, p.43-55.

Rayburn, J (1986), "The association of operating cash flow and accruals with security returns", *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, p.112-138.

Sbei, N. (1997), "*Le contenu informationnel du bénéfice et du flux de trésorerie d'exploitation : cas des entreprises cotées à la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis*", Mémoire pour l'obtention du DEA en Comptabilité – ISCAE.

Sloan, R. (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash-flows about future earnings?", *The Accounting Review*, Vol. 71, p.289-315.

Subramanyam, K.R. (1996), "The pricing of discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, p.249-281.

Vuong H. (1989), "Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses", *Econometrica*, Vol. 57, p.307-333.

Wang, Z., K. Swift et G. Lobo (1993), "Earnings management and the informativeness of accruals adjustments", Working paper, Montana State University.

Warfield, T., J.J. Wild et K. Wild (1995), "Managerial ownership and the informativeness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, p.61-92.

Watts, R.L. et J.I. Zimmerman (1986), "*Positive accounting theory*", Englewood Cliffs, Prentice-Hall.

Wilson, G.P. (1986), "The relative information content of accruals and cash flows: combined evidence at the earnings announcement and annual report date", *Supplement to Journal of Accounting Research*, Vol. 24, p.165-200.

Wilson, G.P. (1987), "The incremental information content of accruals versus funds components of earnings after controlling for earnings", *The Accounting Review*, Vol. 62, p.293-321.